

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.58  
合理价格区间(元): 8.60~9.10

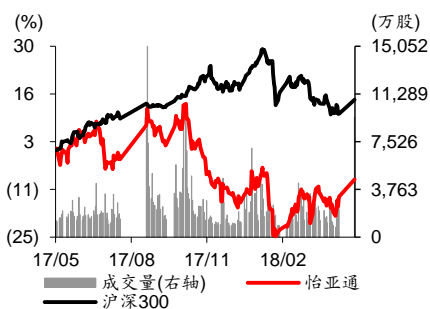
**郑路** 执业证书编号: S0570517070001  
研究员 021-28972077  
zhenglu@htsc.com

**沈晓峰** 执业证书编号: S0570516110001  
研究员 021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

相关研究

- 1 《怡亚通(002183,买入): 经营效率持续改善, 维持“买入”》 2018.05
- 2 《怡亚通(002183,买入): 380 内生增长, 经营现金流转正》 2018.04
- 3 《怡亚通(002183,买入): 业绩符合预期, 渠道价值被低估》 2018.02

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 国资入股, 稳定信心

## 怡亚通(002183)

### 深圳投控 18.2 亿入股, 占总股本 13.3%

公司5月15日晚公告称,公司控股股东深圳市怡亚通投资控股有限公司(怡亚通投资)拟转让占公司总股本 13.3%的股份予深圳市投资控股有限公司(深圳投控),每股价格 6.45 元,合计对价 18.2 亿元。国资入股将减轻市场对公司资金压力的担心,利于其融资能力提升,促进渠道整合。维持“买入”评级。

### 引入深圳国资二股东深圳投控

本次股权转让方怡亚通投资为公司实际控制人周国辉全资控股企业,据 2017 年报披露,本次转让前怡亚通控股持有怡亚通上市公司 36.15%的股权,若股权转让顺利完成,怡亚通控股持股比例下降至 22.85%,仍为控股股东。而受让方深圳投控占股 13.3%,将成为第二大股东,并将按照持股比例承担股东相应的权利和义务。深圳投控是在原深圳市三家国有资产经营公司的基础上组建的国有独资公司,是一家以产权管理、资本运作及投融资业务为主业的市属国有资产经营公司,着力于打造国企和事业单位改革平台、国企的整合重组和发展平台、培育战略性新兴产业平台。

### 深圳投控看重高端服务业布局, 入股利于融资能力提升

据深圳投控官网相关资料,本次战略入股怡亚通,是深圳投控加快高端服务产业布局、优化产业结构的举措,双方将依托各自资源优势,打造深圳全球供应链管理中心。对怡亚通而言,国资股东战略入股将首先提升其债务融资能力,利于其降低融资成本。在目前公司经营模式需要大量资金的情况下,本次入股将有望帮助公司进一步拓展末端渠道。

### 零售渠道价值突出, 维持业绩预测与评级

怡亚通作为国内较早进行批发零售渠道整合的企业,在零售渠道下沉方面具备先入优势,并通过收购介入低线城市本地化采购、物流等较高壁垒的环节,在目前零售线上线下逐渐平衡的局面下,公司末端渠道的价值有望逐渐体现。公司业务模式虽面临资金压力和管理难度较大等问题,但公司通过股权激励等措施有望改善管理效率,4Q17 与 1Q18 连续两个季度实现经营现金流为正,显示经营趋势正逐渐向好。由于本次股权转让未披露未来可能的合作项目或改革方向,暂维持此前业绩预测与目标价,维持“买入”评级。

风险提示:股权转让仍需双方各自审批流程,盲目扩张导致现金流紧张,阿里、京东等企业布局新零售,形成竞争关系。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,123
流通 A 股 (百万股)	2,120
52 周内股价区间 (元)	6.22-9.38
总市值 (百万元)	16,090
总资产 (百万元)	47,444
每股净资产 (元)	2.88

资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	58,291	68,515	78,841	89,259	99,725
+/-%	45.95	17.54	15.07	13.21	11.72
归属母公司净利润 (百万元)	518.75	595.24	713.57	835.60	915.26
+/-%	5.34	14.74	19.88	17.10	9.53
EPS (元, 最新摊薄)	0.24	0.28	0.34	0.39	0.43
PE (倍)	31.02	27.03	22.55	19.26	17.58

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	34,002	37,694	39,143	43,457	48,269
现金	7,899	9,687	8,454	8,926	9,972
应收账款	11,977	12,847	13,559	14,895	16,631
其他应收账款	1,063	922.67	1,123	1,243	1,404
预付账款	3,788	3,156	3,692	4,186	4,682
存货	7,823	10,049	11,170	12,969	14,324
其他流动资产	1,453	1,033	1,146	1,238	1,255
非流动资产	8,380	9,568	8,947	9,043	8,881
长期投资	1,150	1,551	1,551	1,551	1,551
固定资产投资	1,585	1,863	1,856	1,837	1,809
无形资产	1,385	1,502	1,461	1,419	1,377
其他非流动资产	4,259	4,652	4,080	4,236	4,144
资产总计	42,382	47,262	48,091	52,500	57,150
流动负债	31,650	35,276	32,696	36,313	41,770
短期借款	17,612	21,694	19,653	21,404	25,426
应付账款	1,774	1,501	2,215	2,512	2,809
其他流动负债	12,264	12,081	10,828	12,397	13,536
非流动负债	2,951	3,334	5,992	6,041	4,442
长期借款	487.60	1,035	1,135	1,185	1,235
其他非流动负债	2,463	2,299	4,857	4,856	3,207
负债合计	34,600	38,610	38,688	42,354	46,213
少数股东权益	2,292	2,698	2,712	2,729	2,747
股本	2,109	2,123	2,123	2,123	2,123
资本公积	1,248	1,288	1,288	1,288	1,288
留存公积	1,623	2,049	3,257	3,950	4,698
归属母公司股	5,489	5,954	6,691	7,417	8,190
负债和股东权益	42,382	47,262	48,091	52,500	57,150

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	(4,147)	40.65	(13.46)	(71.34)	(63.05)
净利润	535.15	584.81	727.74	852.09	933.32
折旧摊销	148.36	226.76	201.90	211.68	219.35
财务费用	1,244	1,120	1,095	1,076	1,103
投资损失	(116.01)	(157.17)	(105.79)	(105.79)	(105.79)
营运资金变动	(5,901)	(2,196)	(2,351)	(2,002)	(2,358)
其他经营现金	(56.63)	461.47	419.11	(103.10)	144.44
投资活动现金	(541.76)	46.53	(29.13)	(39.41)	(41.10)
资本支出	699.22	498.53	100.00	100.00	100.00
长期投资	34.07	398.12	(8.00)	0.00	0.00
其他投资现金	191.53	943.18	62.87	60.59	58.90
筹资活动现金	4,119	(159.33)	(1,190)	582.60	1,151
短期借款	(53.87)	4,082	(2,041)	1,751	4,021
长期借款	(246.20)	547.40	100.00	50.00	50.00
普通股增加	1,062	14.01	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(962.60)	39.82	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	4,319	(4,843)	751.15	(1,219)	(2,920)
现金净增加额	(552.40)	(78.98)	(1,233)	471.85	1,047

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	58,291	68,515	78,841	89,259	99,725
营业成本	54,104	63,627	73,834	83,729	93,647
营业税金及附加	77.08	85.50	98.39	111.39	124.45
营业费用	357.46	546.63	630.73	714.07	797.80
管理费用	1,892	2,164	2,286	2,589	2,892
财务费用	1,244	1,120	1,095	1,076	1,103
资产减值损失	81.63	111.69	97.96	99.82	101.18
公允价值变动收益	100.44	(154.48)	23.14	32.85	25.66
投资净收益	116.01	157.17	105.79	105.79	105.79
营业利润	628.47	748.27	927.15	1,079	1,191
营业外收入	45.68	21.21	28.95	29.34	23.60
营业外支出	10.90	5.45	10.98	9.34	10.05
利润总额	663.25	764.02	945.12	1,099	1,204
所得税	128.10	179.22	217.38	247.38	270.96
净利润	535.15	584.81	727.74	852.09	933.32
少数股东损益	16.40	(10.43)	14.18	16.49	18.06
归属母公司净利润	518.75	595.24	713.57	835.60	915.26
EBITDA	2,020	2,095	2,224	2,367	2,514
EPS (元, 基本)	0.25	0.28	0.34	0.39	0.43

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	45.95	17.54	15.07	13.21	11.72
营业利润	14.22	19.06	23.91	16.43	10.31
归属母公司净利润	5.34	14.74	19.88	17.10	9.53
获利能力 (%)					
毛利率	7.18	7.13	6.35	6.20	6.09
净利率	0.89	0.87	0.91	0.94	0.92
ROE	9.45	10.00	10.66	11.27	11.17
ROIC	9.32	7.45	7.22	7.14	6.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	81.64	81.69	80.45	80.68	80.86
净负债比率 (%)	54.37	60.14	53.73	53.33	57.69
流动比率	1.07	1.07	1.20	1.20	1.16
速动比率	0.83	0.78	0.85	0.84	0.81
营运能力					
总资产周转率	1.55	1.53	1.65	1.77	1.82
应收账款周转率	5.70	5.42	5.85	6.16	6.21
应付账款周转率	35.43	38.86	39.74	35.43	35.20
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.28	0.34	0.39	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.95)	0.02	(0.01)	(0.03)	(0.03)
每股净资产(最新摊薄)	2.59	2.81	3.15	3.49	3.86
估值比率					
PE (倍)	31.02	27.03	22.55	19.26	17.58
PB (倍)	2.93	2.70	2.40	2.17	1.96
EV_EBITDA (倍)	15.71	15.14	14.27	13.41	12.63

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-r@htsc.com